

业绩复苏明显，板块内部分化下，坚定看好 高景气度细分优质赛道

——医药生物行业投资策略报告

强于大市(维持)

2021年06月01日

行业核心观点：

目前上市公司2020年报及2021年一季报已经披露完毕，整体来看，随着疫情影响的逐步减弱，行业恢复较快。通过本次疫情的考验，未来国内公共卫生及医疗系统补短板的进程将进一步加速。短期内，受市场整体环境影响，部分龙头企业估值有所回调，但行业整体的中长期发展逻辑未变，中长期仍坚定看好行业内部优质赛道，可重点关注创新药及研发产业链(CXO)、医疗服务、医疗器械及生物制品领域内的优质个股。

投资要点：

● 医药制造业整体V型反弹，Q1业绩表现较好

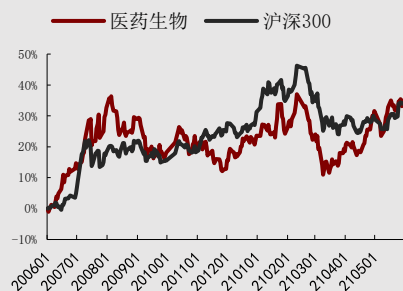
2020年国内医药制造业累计实现营业收入2.49万亿元，同比增长4.50%，较2019年相比进一步放缓；累计实现营业利润3506.7亿元，同比增长12.80%，较2019年相比有所回升。整体来看，医药制造业全年业绩实现了V型反弹，在疫情得到有效控制后行业迅速恢复。2021年一季度，国内医药制造业累计实现营业收入6555.10亿元，同比增长33.50%，累计实现营业利润1147.60亿元，同比增长88.70%，表现较好。近几年，受国家两票制、药械带量采购等政策的影响，预计在未来一段时间内，行业都将维持中低增速发展；但在行业整体创新升级趋势下，行业内部结构性分化或将更加明显，叠加国家相关政策的驱动作用，部分高景气度优质赛道有望迎来加速发展的黄金时期。

● 医药板块内部分化较为明显，Q1出现短暂大幅回调

2020年医药生物板块整体营收增速为7.77%，受疫情因素及医改政策因素影响有所放缓，但板块内部分化较为明显：受益于疫情防控需求增长的医疗器械、生物制品以及政策免疫的医疗服务领域内的个股保持了业绩的快速增长，而受医保控费政策及海外疫情影响的部分细分领域内的个股业绩持续承压。2021年Q1，板块整体营收增速为30.75%，疫情因素消除后逐步回归正常水平；但受美债长端利率上行及市场流动性收紧的影响，医药板块中的部分龙头白马企业估值出现大幅回调，导致板块整体跌幅较大。我们认为，白马龙头企业的业绩确定性相对较高，回调只是暂时的，中长期来看行业在创新转型趋势下稳步发展，在部分细分领域市场集中度及规模不断提升的环境下，预计全年板块依旧会保持较为稳健的增长。

风险因素：带量采购等医保控费相关政策实施超预期的风险、疫情局部地区反复的风险、外围不确定性因素的风险。

行业相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

关注行业政策，把握细分领域窗口配置期
板块内分化明显，重个股轻指数

医药板块表现亮眼，持续关注行业相关政策

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：史玉琢

电话：021-60883490

邮箱：shiyz@wlzq.com.cn

正文目录

1 疫情影响下行业增速有所放缓，板块内部结构性分化显著	4
1.1 医药制造业全年实现 V 型反弹，Q1 业绩表现亮眼	4
1.2 医药板块营收增速放缓，销售费用率进一步下降	4
1.3 行业内部分化明显，各子板块表现有所差异	5
1.3.1 化学原料药	5
1.3.2 化学制剂	6
1.3.3 中药	7
1.3.4 生物制品	8
1.3.5 医药商业	9
1.3.6 医疗器械	10
1.3.7 医疗服务	11
1.4 个股业绩分化较为明显，一季度有所改善	12
2 板块全年表现良好，Q1 出现短暂大幅回调	14
图表 1： 医药制造业累计收入及增速情况	4
图表 2： 医药制造业累计利润及增速情况	4
图表 3： 医药生物板块营收及增速情况	5
图表 4： 医药生物板块费用率情况	5
图表 5： 医药生物板块归母净利润情况	5
图表 6： 医药生物板块扣非归母净利润情况	5
图表 7： 化学原料药板块营收及增速情况	6
图表 8： 化学原料药板块费用率情况	6
图表 9： 化学原料药板块归母净利润及增速情况	6
图表 10： 化学原料药板块扣非归母净利润率及增速情况	6
图表 11： 化学制剂板块营收及增速情况	7
图表 12： 化学制剂板块费用率情况	7
图表 13： 化学制剂板块归母净利润及增速情况	7
图表 14： 化学制剂板块扣非归母净利润及增速情况	7
图表 15： 中药板块营收及增速情况	8
图表 16： 中药板块费用率情况	8
图表 17： 中药板块归母净利润及增速情况	8
图表 18： 中药板块扣非归母净利润及增速情况	8
图表 19： 生物制品板块营收及增速情况	9
图表 20： 生物制品板块费用率情况	9
图表 21： 生物制品板块归母净利润及增速情况	9
图表 22： 生物制品板块扣非归母净利润及增速情况	9
图表 23： 医药商业板块营收及增速情况	10
图表 24： 医药商业板块费用率情况	10
图表 25： 医药商业板块归母净利润及增速情况	10
图表 26： 医药商业板块扣非归母净利润及增速情况	10
图表 27： 医疗器械板块营收及增速情况	11
图表 28： 医疗器械板块费用率情况	11
图表 29： 医疗器械板块归母净利润及增速情况	11

图表 30:	医疗器械板块扣非归母净利润及增速情况	11
图表 31:	医疗服务板块营收及增速情况	12
图表 32:	医疗服务板块费用率情况	12
图表 33:	医疗服务板块归母净利润及增速情况	12
图表 34:	医疗服务板块扣非归母净利润及增速情况	12
图表 35:	2020 年不同营收增速区间公司分布	13
图表 36:	2021Q1 不同营收增速区间公司分布	13
图表 37:	2020 年不同利润增速区间公司分布	13
图表 38:	2021Q1 不同利润增速区间公司分布	13
图表 39:	2020-2021Q1 申万医药板块走势与沪深 300 指数比较	14
图表 40:	2020 年申万一级行业涨跌幅情况 (%)	15
图表 41:	2021Q1 申万一级行业涨跌幅情况 (%)	15
图表 42:	2020 年申万三级行业涨跌幅情况 (%)	16
图表 43:	2021Q1 申万三级行业涨跌幅情况 (%)	16
图表 44:	2020 年医药生物行业个股涨跌幅情况 (%)	16
图表 45:	2021Q1 医药生物行业个股涨跌幅情况 (%)	17
图表 46:	申万医药板块 2011 年至今平均 PE 及相对估值溢价 (截至 21/03/31) ..	18

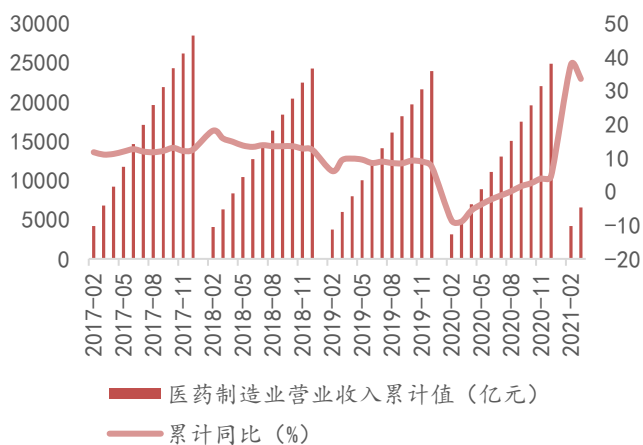
1 疫情影响下行业增速有所放缓，板块内部结构性分化显著

1.1 医药制造业全年实现 V 型反弹，Q1 业绩表现亮眼

2020年国内医药制造业累计实现营业收入2.49万亿元，同比增长4.50%，累计实现营业利润3506.7亿元，同比增长12.80%；整体来看，营收增速进一步放缓，盈利增速有所回升。主要原因为：2020年上半年受疫情影响，医药制造业累计营收及累计利润均出现负增长，虽然下半年起逐步企稳反弹，但也影响了行业全年的整体增速；此外，随着第三批国家药品集中采购的落地、第四批国家药品集采及医疗器械集采的开启、医保目录的动态调整等政策的推进，相关部分企业受医改政策影响较大，从而使行业整体营收增速相对变缓；但在国家加强防疫抗疫、医疗新基建等举措下，医药制造业的利润总额表现相对较好。

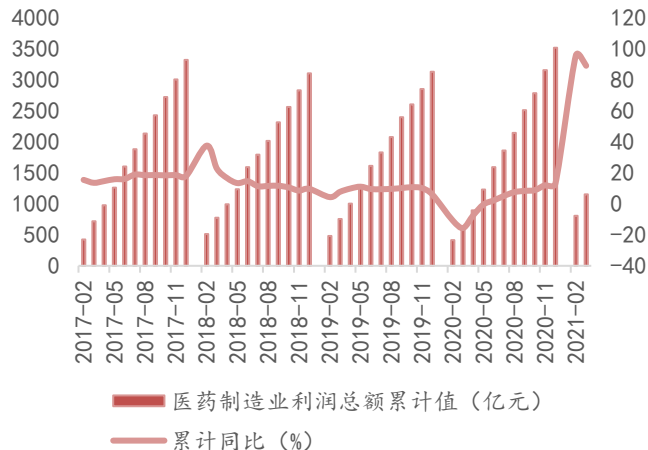
2021年一季度，国内医药制造业累计实现营业收入6555.10亿元，同比增长33.50%，累计实现营业利润1147.60亿元，同比增长88.70%。高速增长的主要原因为：1. 2020年Q1受疫情影响，医药制造业营收及利润基数较低；2. 疫情在国家重视基础医疗保障及居民提高健康防护意识等方面起到了积极的作用。我们认为，在“后疫情”时代，行业内部结构性分化或将更加明显，叠加国家相关政策的驱动作用，部分高景气度优质赛道有望迎来加速发展的黄金时期。

图表1：医药制造业累计收入及增速情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：医药制造业累计利润及增速情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

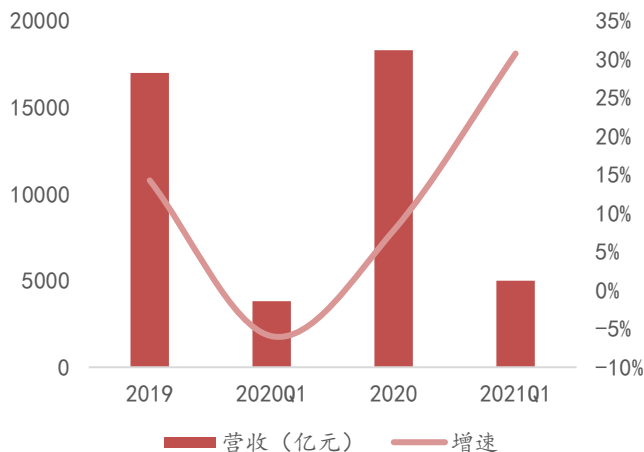
1.2 医药板块营收增速放缓，销售费用率进一步下降

营业收入方面：2020年板块整体营收增速为7.77%，受疫情因素及医改政策因素影响进一步放缓；2021年一季度，板块整体营收增速为30.75%，逐步回归正常水平。

费用端方面：2020年及2021年Q1，板块整体的销售费用率分别为14.16%、13.57%，相较于2019年及2020年Q1分别下降2.05%、1.29%，我们认为，随着反商业贿赂和带量采购等政策的不断深化，预计板块整体的销售费用率将保持缓慢下降态势；2020年及2021年Q1，板块整体的研发费用率分别为2.76%、2.51%，相较于2019年及2020年Q1分别上升0.3%、0.23%，在医药生物行业整体向创新转型升级的趋势下，预计未来研发费用占比仍将进一步提高；2020年及2021年Q1，板块整体的管理费用率分别为4.81%、4.37%，板块的财务费用率分别为1.02%、0.74%，总体来看保持在较为稳定的水平上。

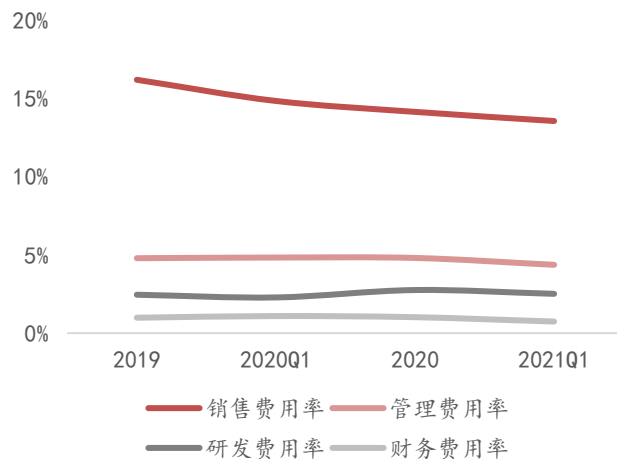
盈利端方面:2020年及2021年Q1,板块整体的归母净利润增速分别为38.74%、71.29%,扣非归母净利润增速分别为38.51%、75.34%,虽然2020年上半年行业整体受疫情影响较为严重,但下半年起随着国家防疫防控的力度加强及对基础医疗建设的重视,行业复苏明显,叠加2020Q1低基数的因素,板块整体实现了利润的高速增长。

图表3: 医药生物板块营收及增速情况



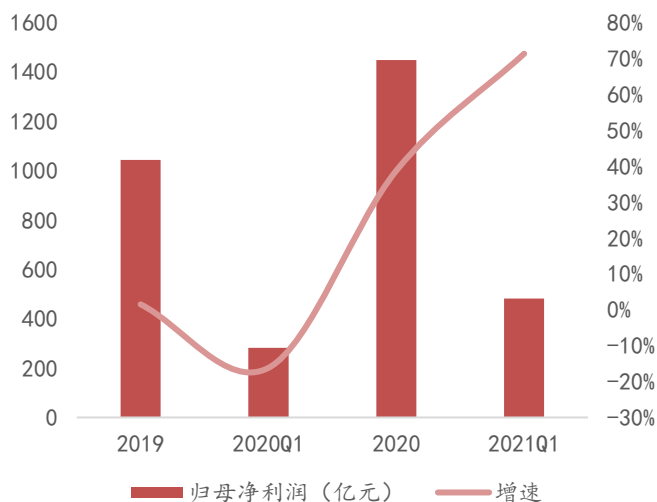
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 医药生物板块费用率情况



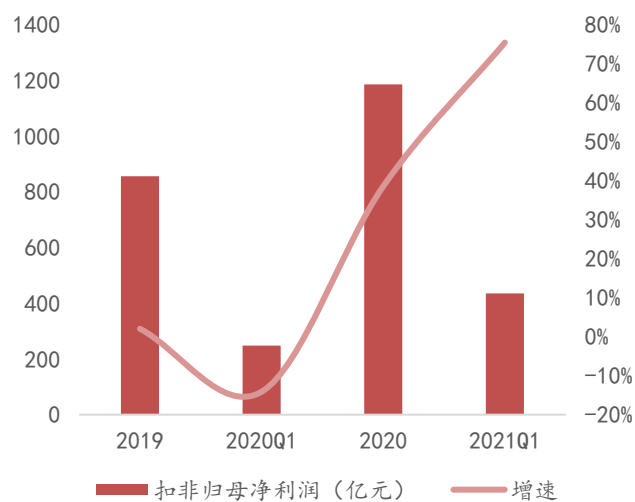
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 医药生物板块归母净利润情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 医药生物板块扣非归母净利润情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

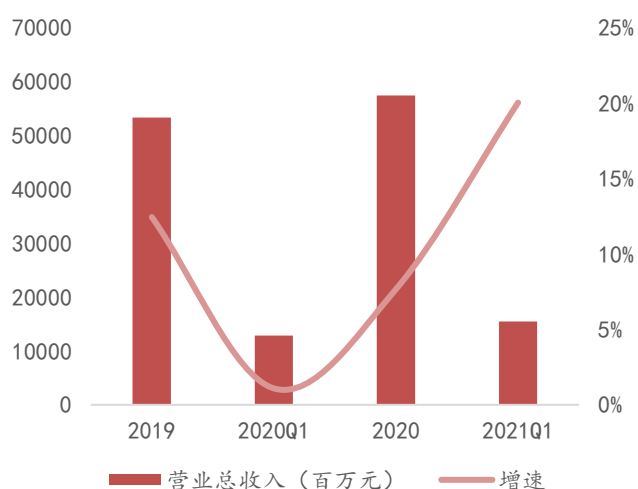
1.3 行业内部分化明显, 各子板块表现有所差异

1.3.1 化学原料药

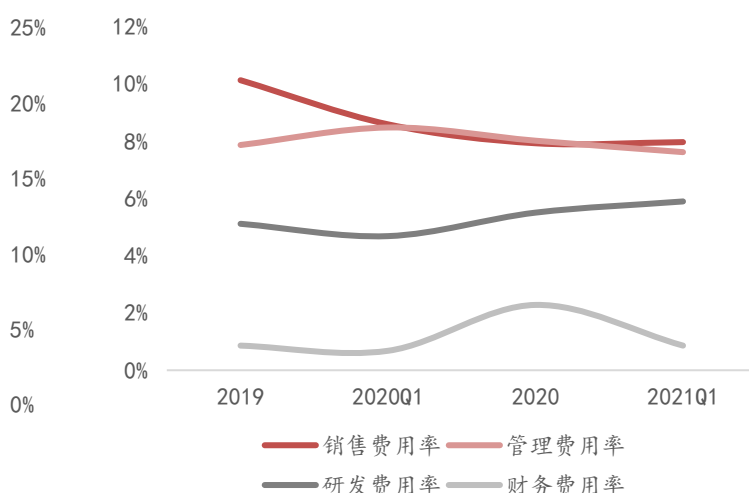
2020年,化学原料药板块营收增速为7.67%,归母净利润增速及扣非归母净利润增速分别为11.39%、9.97%,较2019年相比均出现一定程度的下降,主要原因为三季度起海外疫情蔓延,从而影响了原料药行业的整体发展。2021年一季度,随着海外疫情影响的减弱,板块营收及盈利水平逐渐回归,营收增速及归母净利润增速分别为20.04%、14.66%。细分来看:大宗原料药相关企业受市场供需影响业绩波动较大;特色/专利原料药(CMO/CDMO)相关企业受益于细分领域的高景气度则保持了较为稳健的发展。

我们认为，行业整体的市场集中度有望进一步提升，在全球订单向国内转移的市场环境下，行业未来将从“成本优势”向“技术及管理优势”不断转变。

图表7： 化学原料药板块营收及增速情况



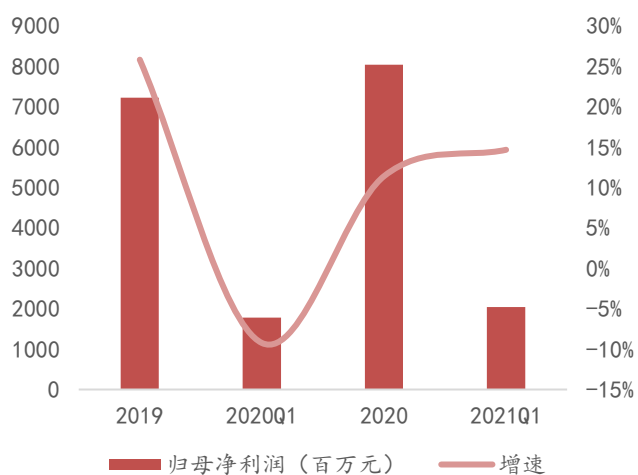
图表8： 化学原料药板块费用率情况



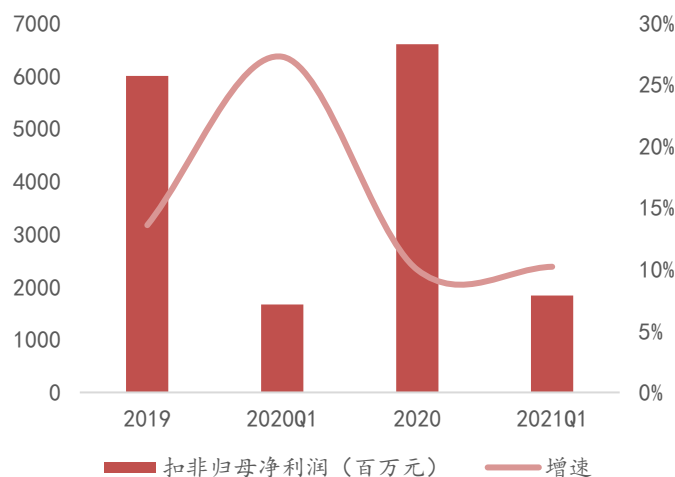
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9： 化学原料药板块归母净利润及增速情况



图表10： 化学原料药板块扣非归母净利润率及增速情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

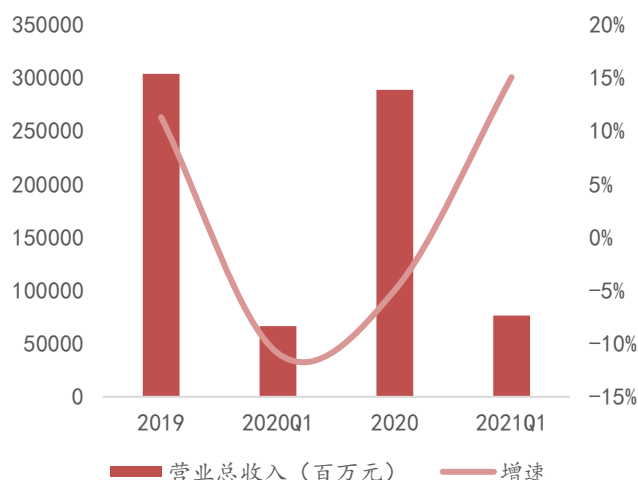
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3.2 化学制剂

2020年，化学制剂板块营收增速为-4.97%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为-4.04%、-10.32%，较2019年相比均呈现下滑态势。主要原因为：2020年受疫情影响，上半年医院、第三方检测机构等业务受到较大的限制，叠加下半年药品集中采购的持续推进以及药品监管力度的加大，行业整体发展受到一定程度的影响和冲击。2021年一季度，板块营收增速为15.06%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为21.05%、23.34%。剔除掉2020年Q1低基数的因素，我们认为，随着国内医疗秩序的恢复以及板块内企业对国家集采等医保控费政策的适应和调整，行业整体发展正逐步回暖。目前，行业正处于创新转型阶段，具有深厚研发能力及创新能力的企业竞争优势明显，马太

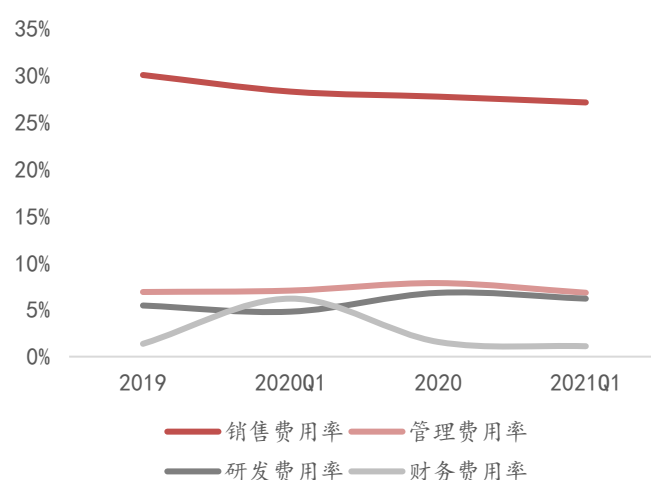
效应凸显，行业集中度有望得到进一步提升。

图表11: 化学制剂板块营收及增速情况



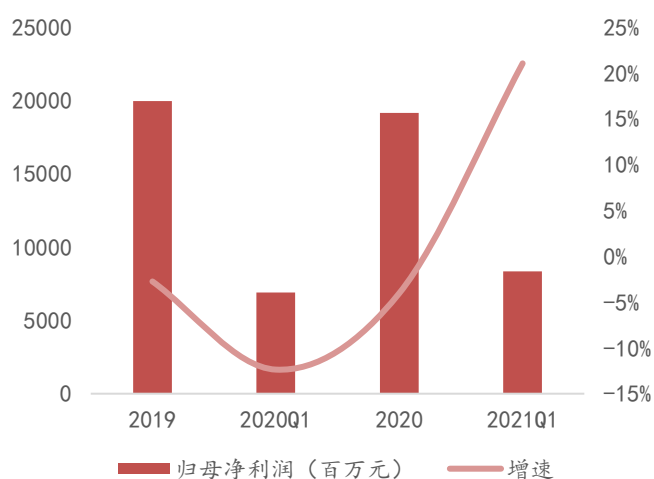
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 化学制剂板块费用率情况



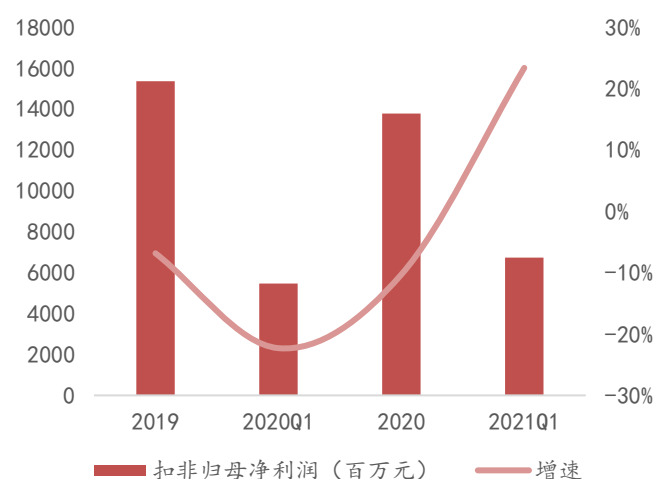
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 化学制剂板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: 化学制剂板块扣非归母净利润及增速情况

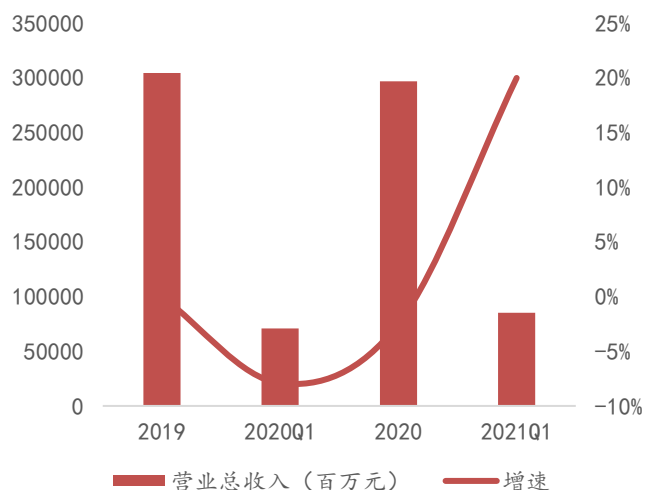


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3.3 中药

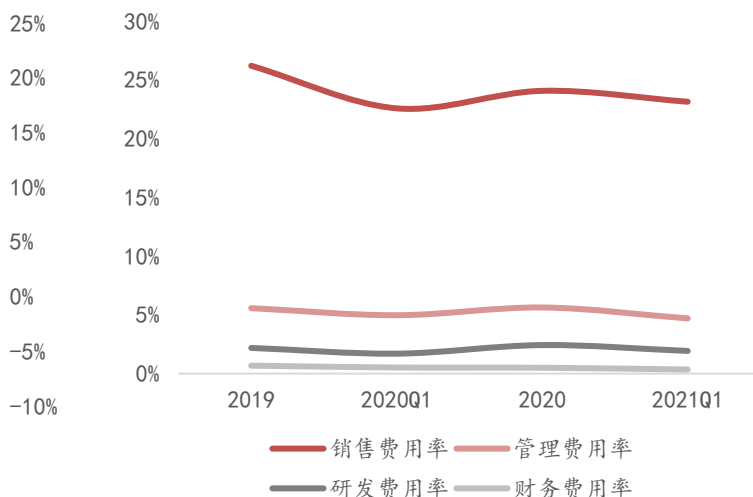
2020年,受疫情因素影响,中药板块营收增速为-2.48%,相较于2019年进一步下降;但受益于防疫防控的需要,部分抗病毒、清热解毒类产品保持了较快的业绩增长,整体盈利情况较2019年相比有所提升,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为10.96%、8.19%。2021年一季度,板块营收增速为20.00%,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为19.19%、31.79%。近几年,受辅助用药监管等政策的影响,中药板块在业绩和估值上相对承压,但考虑到板块仍存在部分消费属性以及慢病管理用药的成长空间,叠加今年国家对于中药创新转型及中西医结合发展的重视、药品集采向中成药品种的拓展,我们认为,板块整体有望迎来新的发展机遇,部分优质龙头企业估值有望重塑。

图表15: 中药板块营收及增速情况



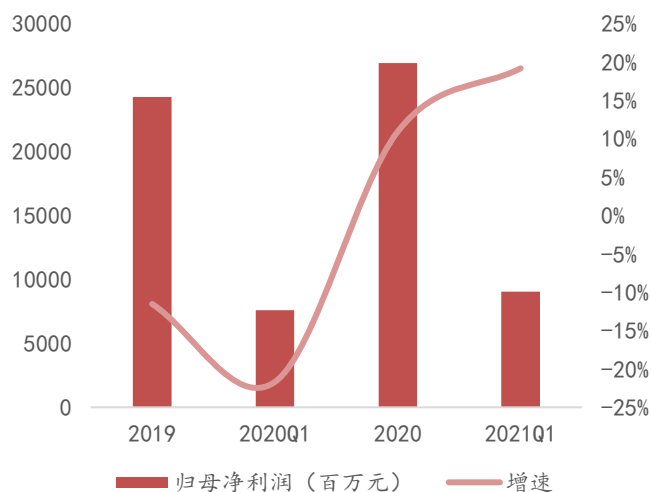
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 中药板块费用率情况



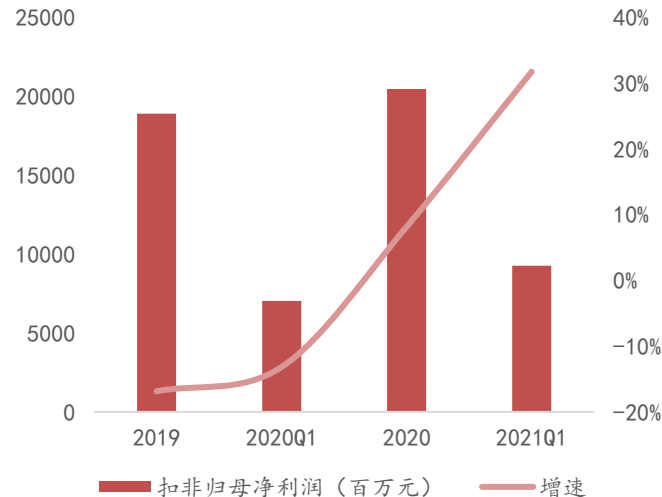
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 中药板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 中药板块扣非归母净利润及增速情况

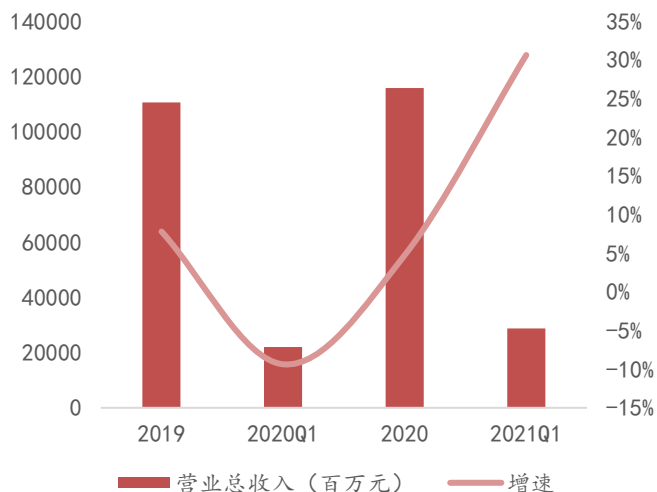


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3.4 生物制品

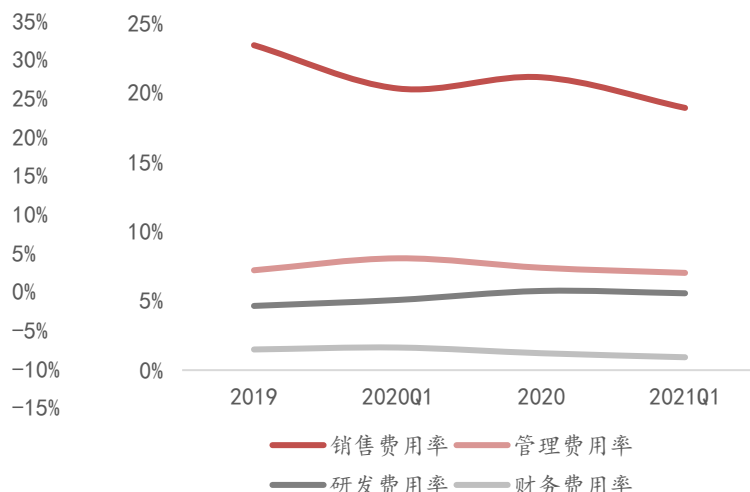
2020年生物制品板块营收增速为4.74%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为26.96%、18.01%，业绩保持了较为稳健的发展。2021年一季度，板块营收增速为30.63%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为61.99%、65.08%。我们认为，行业在经历了近几年国家层面的规范化、制约化和透明化后，整体市场竞争环境得到明显改善；此外，受益于居民自主消费升级，二类疫苗产品表现愈发亮眼，未来成长空间可期；同时，疫情因素驱动疫苗技术的快速迭代升级，我国自主研发的重磅产品（二价HPV疫苗、13价肺炎疫苗等）陆续迎来放量&收获期；在“后疫情”时代，生物制品行业有望迎来高速发展阶段，部分细分领域中的优质龙头企业值得重点关注。

图表19: 生物制品板块营收及增速情况



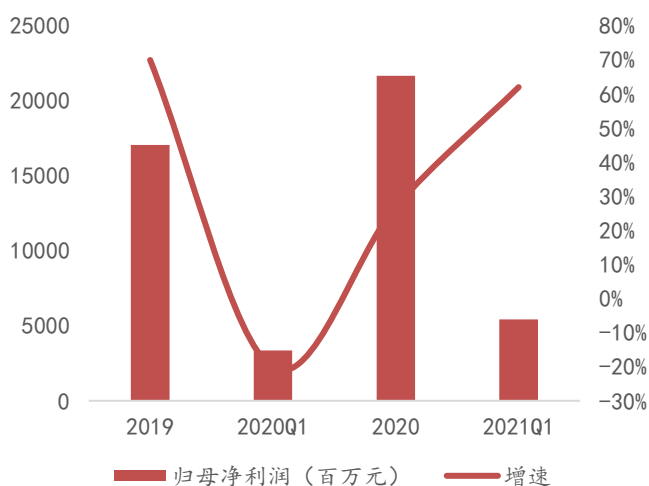
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 生物制品板块费用率情况



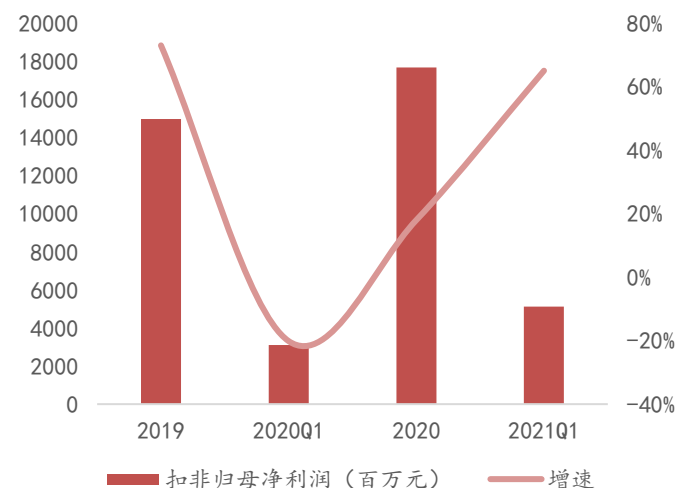
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 生物制品板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 生物制品板块扣非归母净利润及增速情况

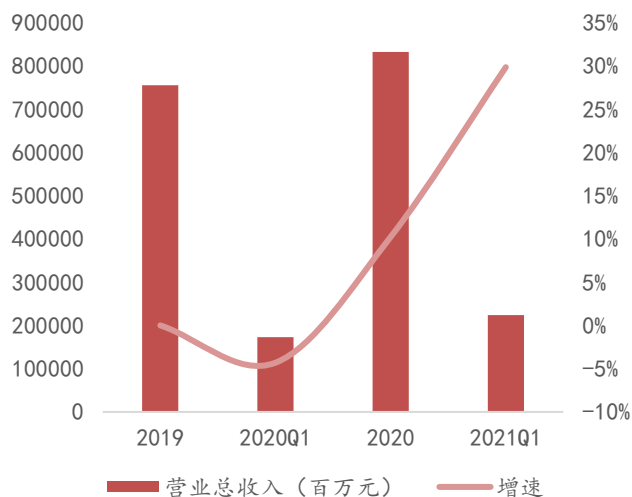


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3.5 医药商业

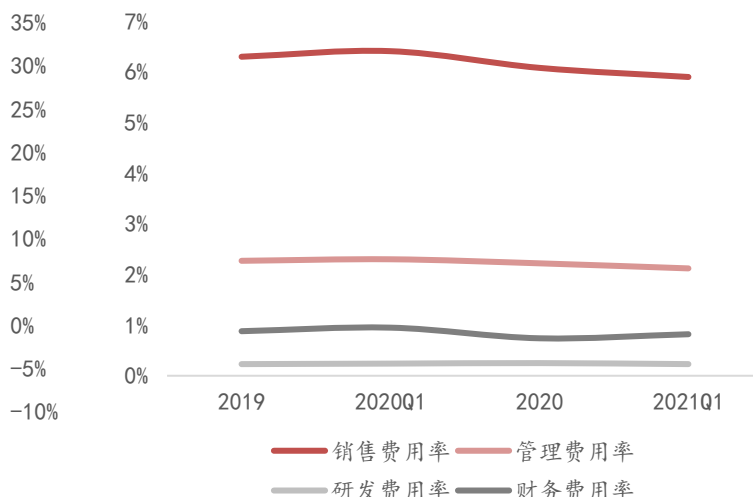
2020年,医药商业板块营收增速为10.23%,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为24.04%、18.56%,盈利能力较2019年相比有所提升。2021年一季度,板块营收增速为29.85%,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为43.47%、20.20%。细分来看,医药流通板块受行业两票制影响的高峰期已过,我们看好市场集中度提升和经营改善下的全国性流通龙头以及地区性医药商业龙头未来的业绩表现;此外,医药零售板块整体业绩表现较为亮眼,连锁药店龙头企业的门店扩张在稳步推进,叠加国家药品集中采购、处方外流、医保谈判药品“双通道”等政策驱动作用,医药零售市场集中度将不断提升、院外渠道价值将逐步凸显,连锁药店龙头企业有望持续享受国家政策红利,实现自身的快速发展。

图表23: 医药商业板块营收及增速情况



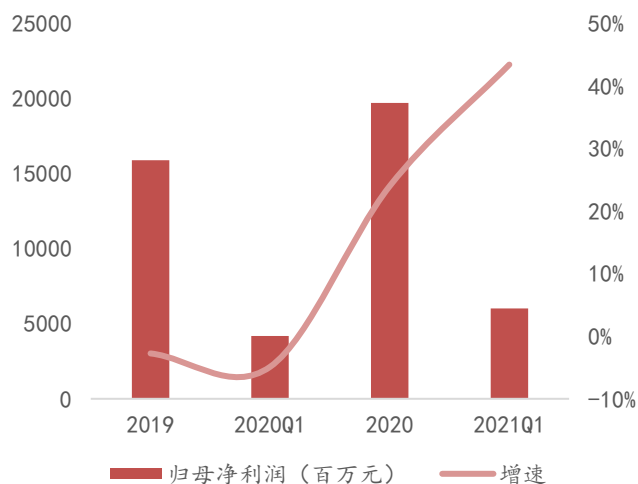
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 医药商业板块费用率情况



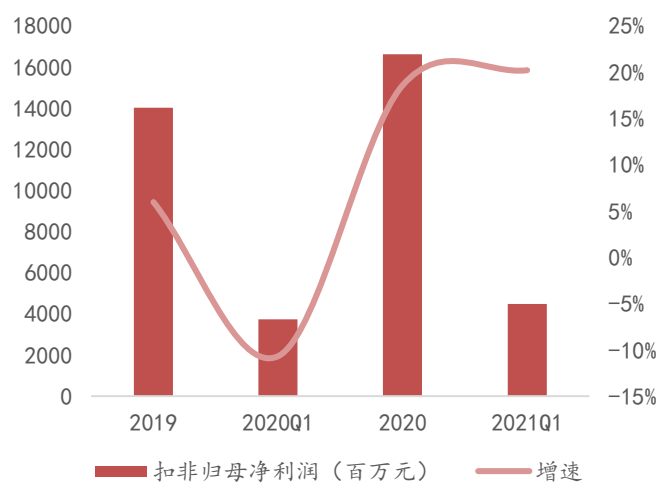
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 医药商业板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26: 医药商业板块扣非归母净利润及增速情况

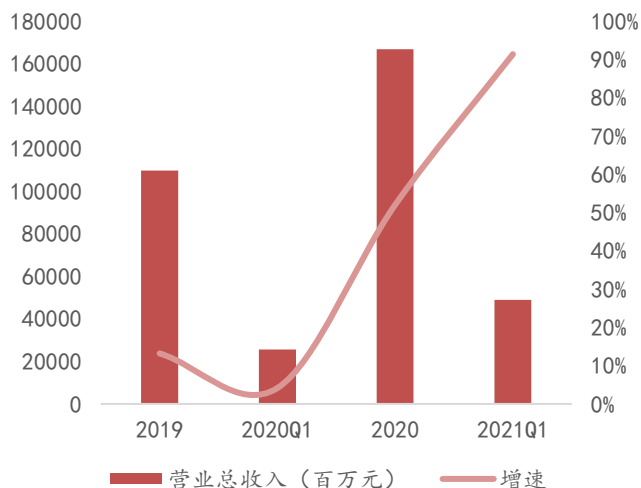


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3.6 医疗器械

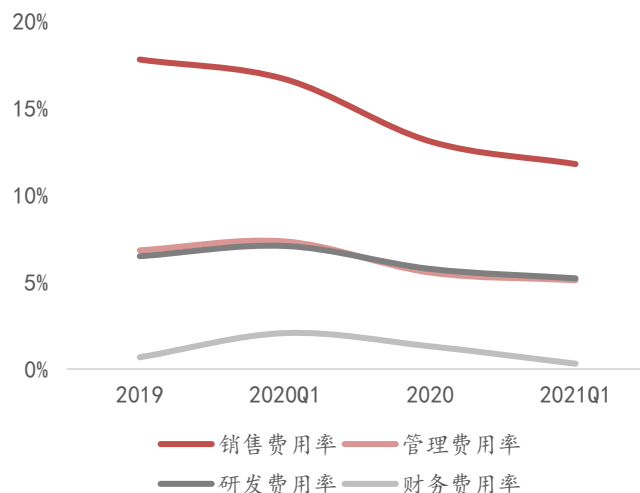
2020年, 受益于海内外疫情防控产品需求的激增, 医疗器械板块业绩大幅增长, 全年营收增速达到52.03%, 归母净利润及扣非归母净利润增速分别为132.28%、166.98%。2021年一季度, 板块整体延续了这一高速增长态势, 营收增速为91.40%, 归母净利润及扣非归母净利润增速分别为220.44%、246.36%。我们认为, 除了新冠疫情这一短期驱动因素外, 更重要的是疫情对国内医疗系统“新基建”所产生的深远影响, 尤其是所带来的医疗设备及公共卫生系统相关产品的增量市场机会; 此外, 在行业整体创新转型的趋势下, 医疗器械的集中采购也推动了国产替代、板块内部分化的进程, 行业内部分龙头企业及具有研发创新优势的成长性企业未来市场空间较为广阔。

图表27: 医疗器械板块营收及增速情况



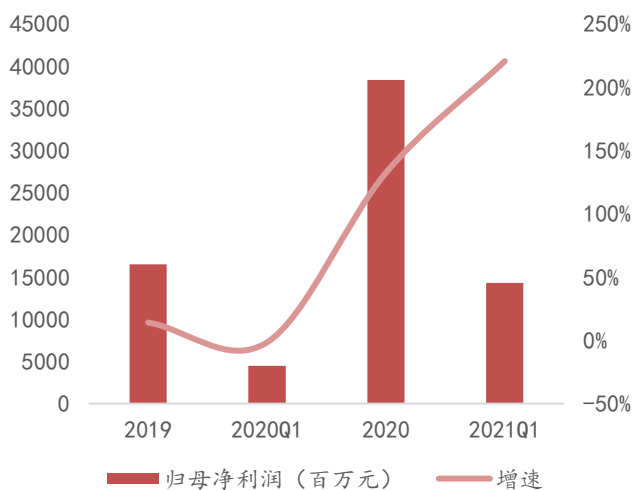
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: 医疗器械板块费用率情况



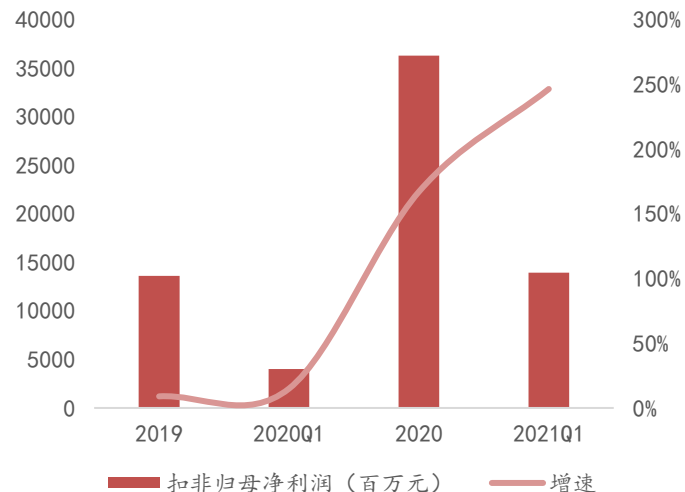
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表29: 医疗器械板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 医疗器械板块扣非归母净利润及增速情况

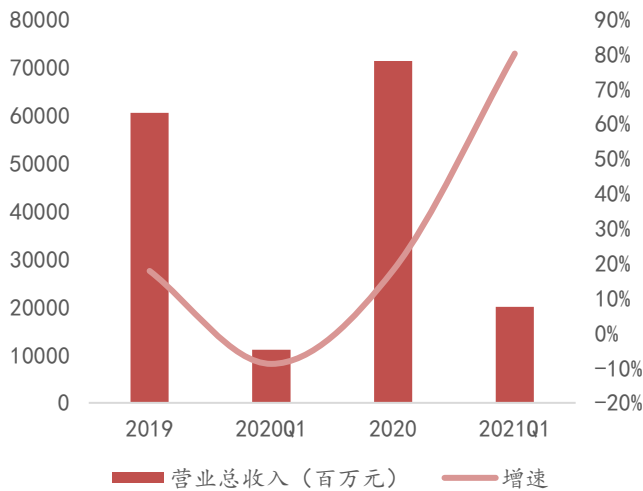


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3.7 医疗服务

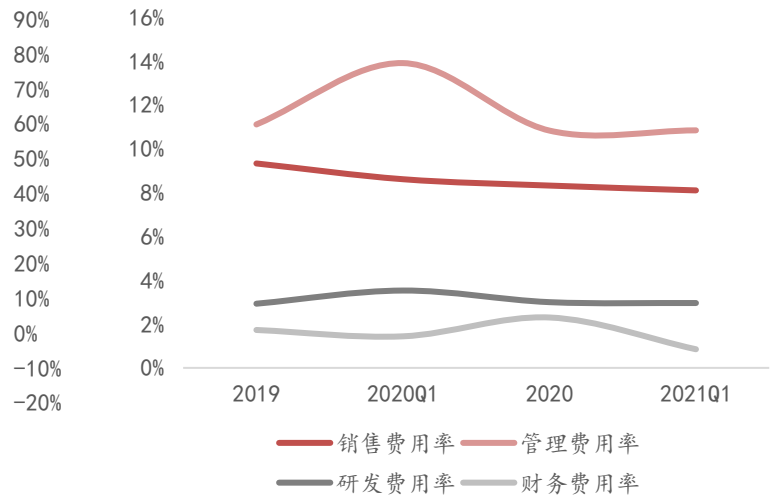
2020年,上半年受疫情影响,部分连锁医疗服务类公司的业绩受到一定冲击,医疗服务板块整体表现较差,但随着国内疫情的有效控制及防疫防控的强化,板块业绩快速恢复强劲并实现了稳定的增长。2020年,医疗服务板块营收增速为17.99%,与2019年相比基本持平,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为220.73%、162.72%,表现较为亮眼。主要原因为:国内医疗秩序恢复后,部分医疗服务龙头企业如爱尔眼科、通策医疗等业绩反弹迅速;此外,CXO板块整体业绩也较为突出。2021年一季度,医疗服务板块营收增速为80.17%,归母净利润及扣非归母净利润增速同比均实现了由负转正。我们认为,在医保控费的大趋势下,医疗服务板块整体受到的影响较小,叠加自主消费升级和医疗服务刚性需求属性,行业整体在保持较高的景气度下将进入提速发展阶段。

图表31: 医疗服务板块营收及增速情况



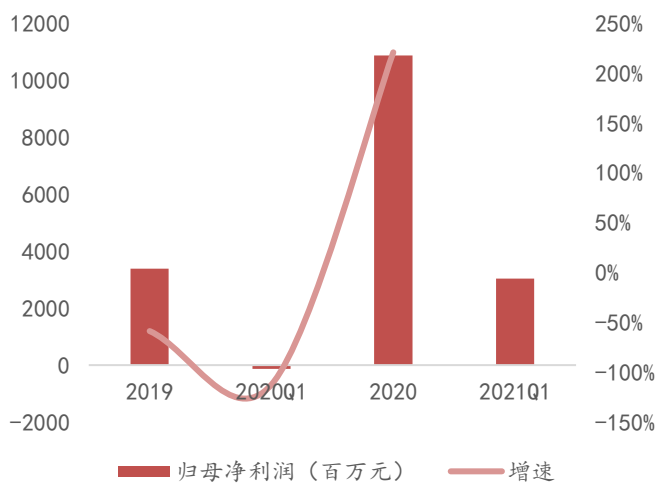
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32: 医疗服务板块费用率情况



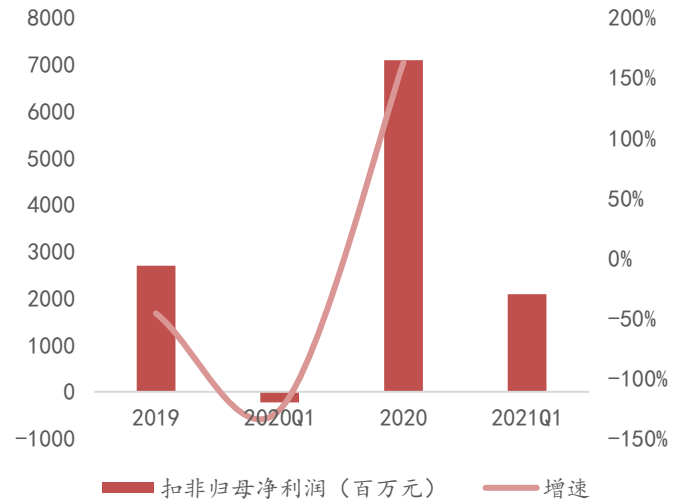
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表33: 医疗服务板块归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34: 医疗服务板块扣非归母净利润及增速情况

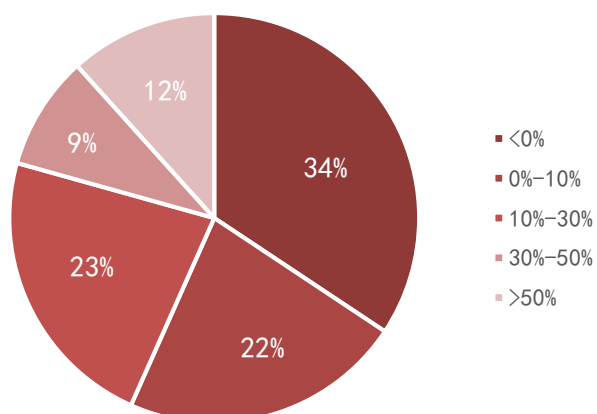


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4 个股业绩分化较为明显, 一季度有所改善

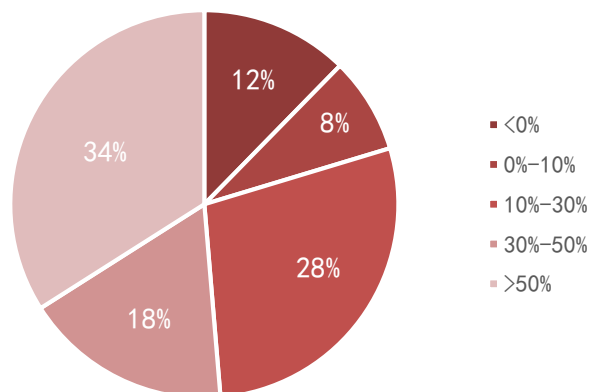
个股营收增速方面: 2020年营收增速超过50%的企业数量为35家(扣除掉不可比新股及特殊个股, 下同), 占医药板块企业总数的11.67%; 营收增速在30%-50%之间的企业数量为27家, 占医药板块企业总数的9.00%; 营收增速为正的企业数量为197家, 占比为65.67%。整体来看, 个股业绩增速出现了较为明显的分化: 受疫情影响较为严重而出现业绩负增长的企业占比有所提高, 受益于疫情防控需求激增的企业(部分IVD企业、医疗器械企业等)在短期利好因素的催化下出现了业绩的高速增长。2021年一季度, 在疫情影响减弱的情况下, 企业回归正常经营状态且个股业绩分化有所改善(剔除掉2020Q1低基数因素)。2021Q1, 营收增速超过50%的企业数量占比为34.00%, 营收增速为正的企业数量占比为87.67%。

图表35： 2020年不同营收增速区间公司分布



资料来源：Wind，万联证券研究所

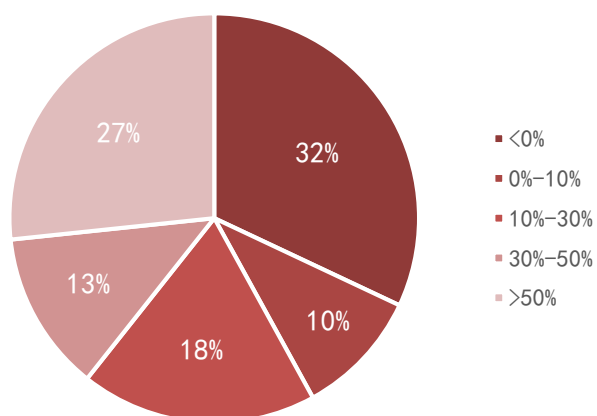
图表36： 2021Q1不同营收增速区间公司分布



资料来源：Wind，万联证券研究所

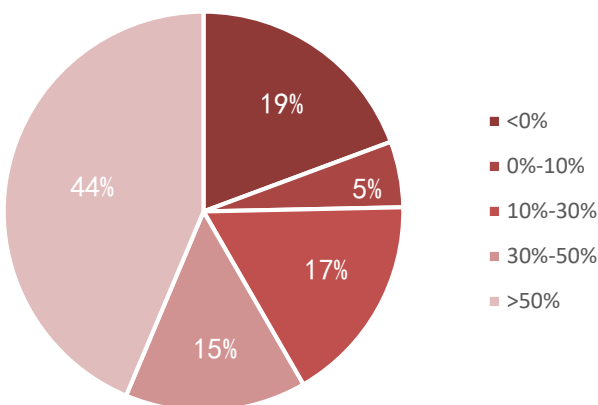
利润增速方面与营收增速表现略有不同：2020年归母净利润增速超过50%的企业数量为80家，占医药板块企业总数的26.67%；增速在30%-50%之间的企业数量为38家，占医药板块企业总数的12.67%；利润增速为正的企业占比为68%，整体来看，较2019年相比有一定程度的提升。主要原因为：1. 2019年部分企业由于受到行业政策及商誉减值等因素的影响，归母净利润增速有所下滑，产生了较低的基数；2. 受益于疫情防控的需求，部分相关企业的利润出现大幅的增长。2021年一季度，归母净利润增速超过50%的企业占比达到43.67%，利润增速为正的企业占比达到80.67%。

图表37： 2020年不同利润增速区间公司分布



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表38： 2021Q1不同利润增速区间公司分布

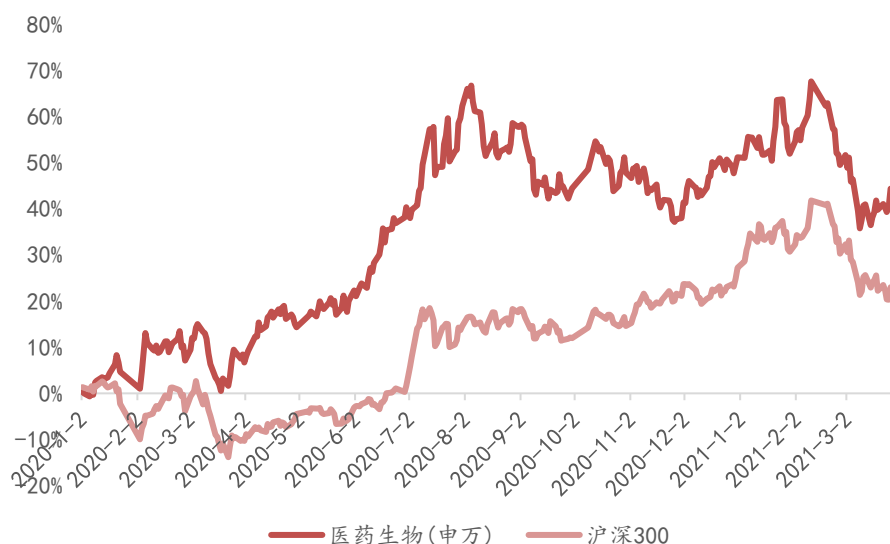


资料来源：Wind，万联证券研究所

2 板块全年表现良好，Q1 出现短暂大幅回调

2020年A股市场整体波动较大:受新冠疫情影响,节后首个交易日市场整体大幅下跌;二月份在市场流动性宽松政策的刺激下,市场风险偏好显著提升,出现短期较为强势的市场表现;三月份海外疫情开始迅速蔓延,受外围市场剧烈波动影响,A股市场整体出现阶段性下跌,随后自三月底逐步企稳反弹;进入三季度后,随着国内疫情得到进一步的有效控制以及外围不确定性因素的落地,市场行情主线逐步聚焦于消费属性及周期属性板块,休闲服务、电气设备、食品饮料等行业涨幅靠前,有色金属、化工等行业迅速拉升,医药生物板块则出现一定程度的回调,在年中阶段的高涨幅及高估值有所回落,逐渐趋于正常水平。整体来看,2020年医药生物板块表现良好。2021年一季度,在美债长端利率快速上行及市场流动性收紧的影响下,A股再次出现大幅下跌,医药板块中的部分龙头白马企业估值出现大幅回调,导致板块整体跌幅较大。我们认为,白马龙头企业的业绩确定性相对较高,回调只是暂时的,中长期来看行业在创新转型趋势下稳步发展,在部分细分领域市场集中度及规模不断提升的环境下,预计全年板块依旧会有不错的表现。

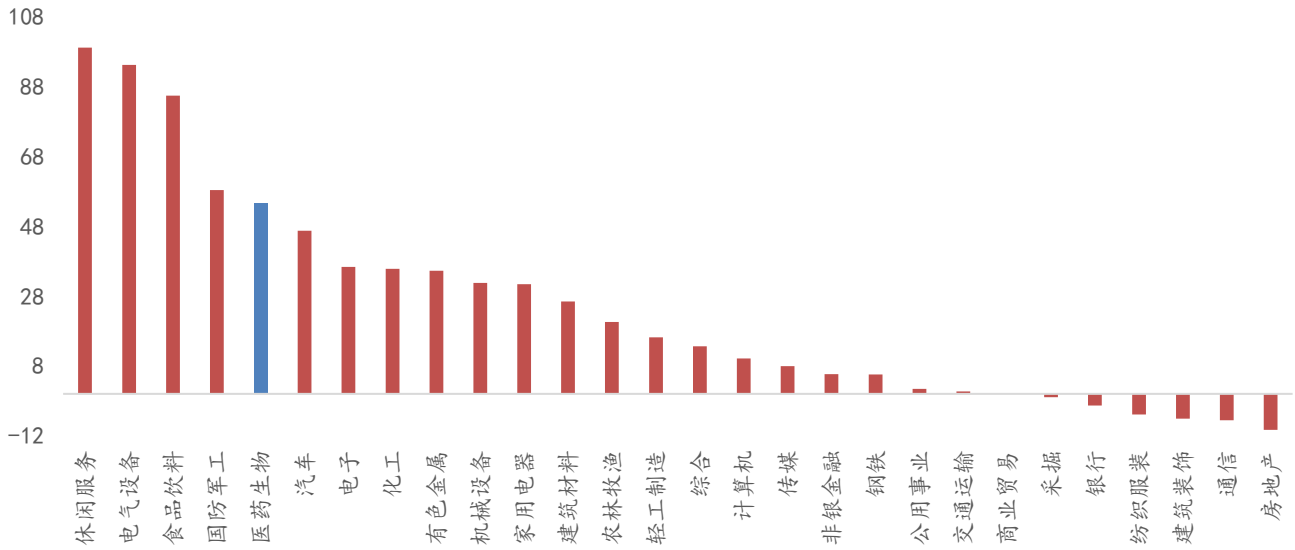
图表39: 2020-2021Q1申万医药板块走势与沪深300指数比较



资料来源: Wind, 万联证券研究所

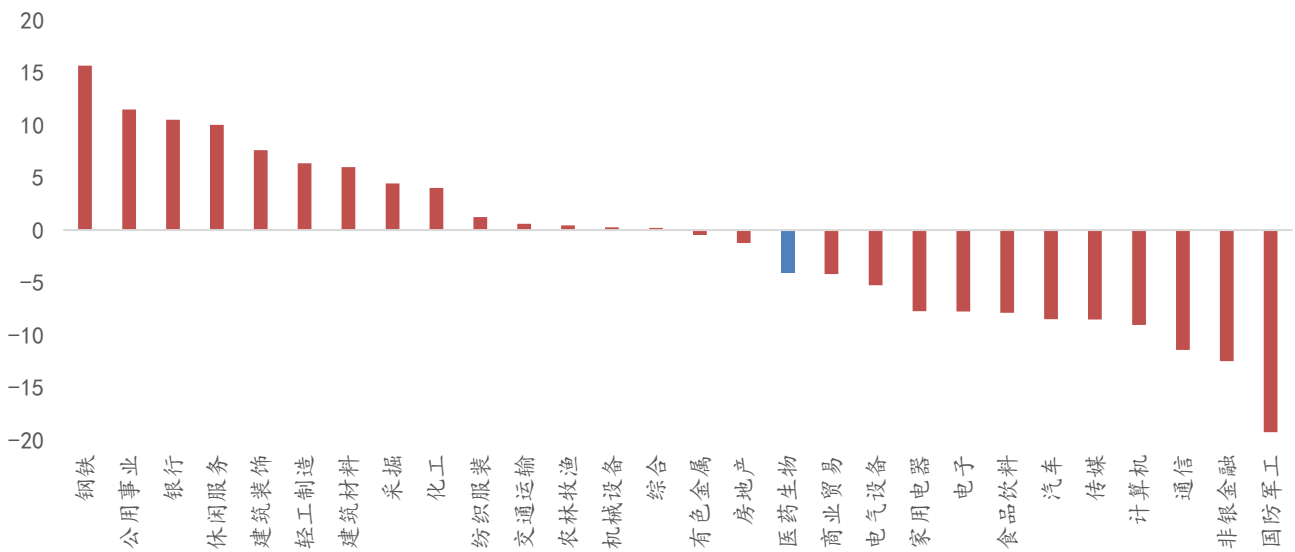
申万一级行业方面:2020年,虽然受疫情因素影响市场经济整体下行,但国内疫情得到有效控制后,大部分行业都实现了业绩的快速复苏。其中,休闲服务、电气设备、食品饮料等板块涨幅居前;医药生物板块全年涨幅为54.52%,在申万一级所有行业中排在第五位。2021年一季度,受经济复苏及通胀预期影响,活跃资金更加偏向钢铁等周期性板块,医药生物板块出现阶段性大幅回调,整体下跌4.06%,预计二季度起将逐步企稳回升。

图表40： 2020年申万一级行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

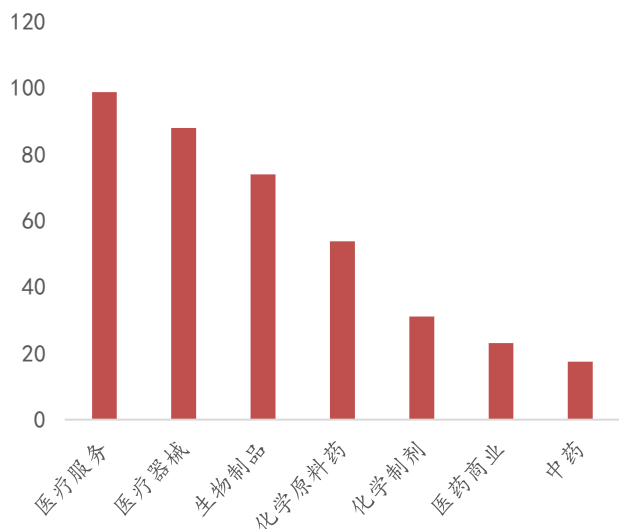
图表41： 2021Q1申万一级行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

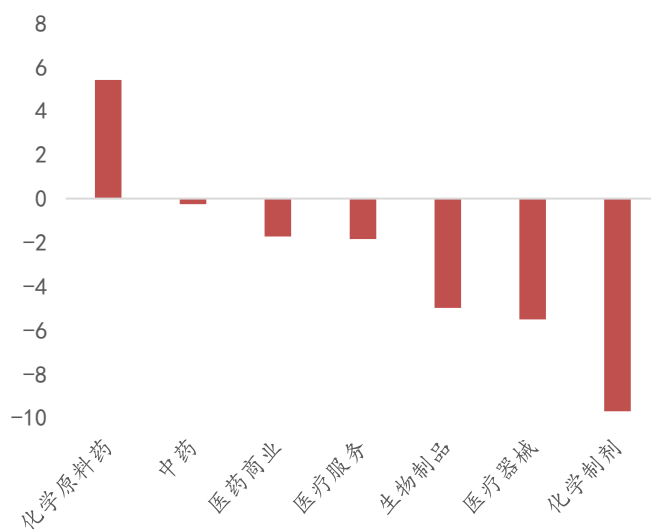
申万三级行业方面：2020年，医疗服务子板块涨幅最大，为98.66%，其次为医疗器械子板块，涨幅为87.84%，中药子板块涨幅最小，为17.51%。主要原因为：1. 受疫情防控需求增长影响，与抗疫相关的医疗器械子板块更受市场资金青睐；2. 自主消费升级叠加医保控费免疫属性催化下，医疗服务子板块实现了较为不错的增长。2021年一季度，除化学原料药子板块实现了5.40%的涨幅外，其余子板块均呈现下跌态势。我们认为，部分子板块如医疗器械、医疗服务、生物制品在未来依旧会保持较高的行业景气度，预计全年将有不错的表现。

图表42：2020年申万三级行业涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表43：2021Q1申万三级行业涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

个股涨跌幅方面：2020年，受市场行情及活跃资金的影响，涨幅靠前的主要为与疫情防控相关的个股，如IVD、疫苗及部分医疗器械领域内个股；跌幅靠前的主要集中在ST类及业绩大幅下滑的个股。2021年一季度，涨幅靠前的包括CRO领域内的个股及部分医疗器械领域内的个股；而跌幅靠前的包括部分受医保控费和行业政策影响的个股，以及业绩不及预期的部分个股。

图表44：2020年医药生物行业个股涨跌幅情况（%）

涨幅前20个股			跌幅前20个股		
603392.SH	万泰生物	1,499.44	603222.SH	济民制药	-74.52
300677.SZ	英科医疗	1,410.76	688338.SH	赛科希德	-67.12
300841.SZ	康华生物	362.09	600090.SH	*ST济堂	-66.75
603976.SH	正川股份	318.50	002411.SZ	延安必康	-66.69
603301.SH	振德医疗	311.72	688277.SH	天智航-U	-55.66
002030.SZ	达安基因	252.20	688336.SH	三生国健	-54.44
688399.SH	硕世生物	245.56	688505.SH	复旦张江	-53.27
605199.SH	葫芦娃	222.89	000503.SZ	国新健康	-50.94
600211.SH	西藏药业	208.72	000766.SZ	通化金马	-49.61
300122.SZ	智飞生物	206.76	600673.SH	东阳光	-48.20
300832.SZ	新产业	194.88	688177.SH	百奥泰-U	-47.18
300318.SZ	博晖创新	193.86	002118.SZ	紫鑫药业	-46.86
832278.NQ	鹿得医疗	186.28	900904.SH	神奇B股	-46.58
002581.SZ	未名医药	178.57	688180.SH	君实生物-U	-46.29
300363.SZ	博腾股份	177.47	688580.SH	伟思医疗	-43.86
688202.SH	美迪西	173.92	688566.SH	吉贝尔	-42.53
600763.SH	通策医疗	172.97	600530.SH	交大昂立	-41.53
000516.SZ	国际医学	170.32	600767.SH	ST运盛	-40.17
300595.SZ	欧普康视	165.16	002370.SZ	亚太药业	-39.90

300347.SZ	泰格医药	163.69	600781.SH	ST辅仁	-38.87
-----------	------	--------	-----------	------	--------

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表45: 2021Q1医药生物行业个股涨跌幅情况(%)

涨幅前20个股			跌幅前20个股		
688202.SH	美迪西	96.13	688607.SH	康众医疗	-63.56
688198.SH	佰仁医疗	95.88	002581.SZ	未名医药	-48.39
300937.SZ	药易购	82.77	603976.SH	正川股份	-41.54
002900.SZ	哈三联	51.35	688687.SH	凯因科技	-39.74
002219.SZ	*ST恒康	46.89	002773.SZ	康弘药业	-39.23
300363.SZ	博腾股份	44.61	300869.SZ	康泰医学	-37.54
603127.SH	昭衍新药	41.40	688298.SH	东方生物	-37.24
002653.SZ	海思科	40.58	000566.SZ	海南海药	-37.05
002727.SZ	一心堂	39.18	300326.SZ	凯利泰	-36.72
000963.SZ	华东医药	38.86	300318.SZ	博晖创新	-33.78
002044.SZ	美年健康	36.10	002901.SZ	大博医疗	-32.06
688677.SH	海泰新光	33.90	600511.SH	国药股份	-31.35
002294.SZ	信立泰	33.64	000411.SZ	英特集团	-29.93
600090.SH	*ST济堂	33.58	600211.SH	西藏药业	-27.99
688139.SH	海尔生物	32.32	688177.SH	百奥泰-U	-27.74
603987.SH	康德莱	30.40	688336.SH	三生国健	-27.67
600055.SH	万东医疗	29.74	688085.SH	三友医疗	-27.37
600896.SH	*ST海医	27.11	688317.SH	之江生物	-27.18
605369.SH	拱东医疗	26.89	688617.SH	惠泰医疗	-26.85
300753.SZ	爱朋医疗	26.32	688488.SH	艾迪药业	-26.69

资料来源: Wind, 万联证券研究所

截止到2021年3月31日,医药生物板块整体估值(TTM)为41倍,较去年底有小幅下降;相对沪深300的估值溢价率为181%,较去年底的187%下降近6%;相对全部A股(非银行)的估值溢价率为63%,较去年底的67%下降近4%。主要原因为年后板块受A股市场影响而出现较大回调,其中部分白马龙头企业回调幅度较大。我们认为,目前板块整体估值及估值溢价率仍处于相对合理的区间内,受医保控费政策影响的细分领域内的部分个股估值或将继续受压,政策免疫及高景气度赛道中的优质个股有望持续享受估值溢价。

图表46: 申万医药板块2011年至今平均PE及相对估值溢价 (截至21/03/31)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

投资建议: 近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范和产业创新升级, 在政策端及医保支付端改革引导下, 行业未来结构性发展趋势将愈发明显: 1. 创新药仍旧是未来医药行业发展最具确定性的主赛道 (行业对待政策环境最为友好、满足未满足的临床医疗需求、医保支付“腾笼换鸟”提升市场空间和产品可及性); 2. 国内创新药外包产业深度融合创新药产业链和生命周期, 享受全球创新药外包行业离岸转移以及国内创新药发展红利; 3. 自主消费升级、国产替代、居民健康意识提高背景下, 高端医疗消费、高端医疗器械、生物制品等领域未来也仍将保持较高行业景气度。目前上市公司年报及2021一季报已经披露完毕, 短期来看, 受市场整体环境影响, 部分龙头企业估值有所回调, 但行业整体的中长期发展逻辑未变, 中长期仍坚定看好行业内部优质赛道, 可重点关注创新药及研发产业链 (CXO)、医疗服务、医疗器械及生物制品领域内的优质个股。

风险因素: 带量采购等医保控费相关政策实施超预期的风险、疫情局部地区反复的风险、外围不确定性因素的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场